

分析师：唐月  
 登记编码：S0730512030001  
 tangyue@ccnew.com 021-50586737

# 飞利浦入股，有望加快产品能力提升的步伐

——创业慧康(300451)公司点评报告

## 证券研究报告-公司点评报告

**买入(维持)**

### 市场数据(2022-05-20)

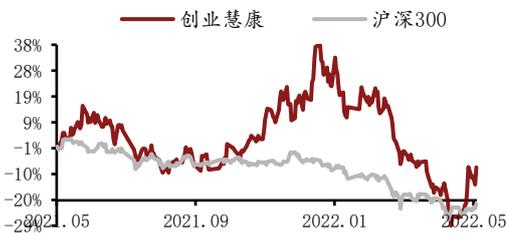
收盘价(元)	7.52
一年内最高/最低(元)	12.24/5.75
沪深 300 指数	4,077.60
市净率(倍)	2.50
流通市值(亿元)	101.00

发布日期：2022年05月22日

### 基础数据(2022-03-31)

每股净资产(元)	3.00
每股经营现金流(元)	-0.14
毛利率(%)	57.13
净资产收益率_摊薄(%)	1.98
资产负债率(%)	17.87
总股本/流通股(万股)	154,978.77/134,309
B股/H股(万股)	0.00/0.00

### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：聚源数据，中原证券

### 相关报告

《创业慧康(300451)公司点评报告：疫情影响下，全年业绩仍可圈可点》 2022-01-26

 《创业慧康(300451)季报点评：全面聚焦医疗信息化，Q4有望迎来收入高增长》  
 2021-10-27

**联系人：马钦琦**
**电话：021-50586973**
**地址：上海浦东新区世纪大道1788号16楼**
**邮编：200122**

### 投资要点：

公司发布公告：2022年5月12日，葛航及其一致行动人福鼎嘉盈，周建新及其一致行动人鑫粟科技和铜粟投资与飞利浦签署《股份转让协议》，飞利浦以7.90元每股的价格受让公司15500万股（占比10.00%），成为公司的第二大股东。

- 葛航依然是公司的实际控制人。从公告情况来看，董事长葛航及一致行动福鼎嘉盈（上市前核心员工持股平台）的持股比例将从本次交易前的19.23%，减少到14.23%，葛航依然是公司控股股东和实际控制人，福鼎嘉盈不在持有公司的股权。受到上市公司对外资股权的限制，飞利浦不能成为公司的实际控制人。此外，本次参与交易的鑫粟科技、铜粟投资是慧康物联（原博泰）的员工持股公司，共计转让了公司5.00%的股权。
- 由于个人资金需要，葛航12月23日以来近期进行了多次减持，与此同时其质押的股权也在持续减少。在本次交易前，葛航仍然有11567.61万股质押股份，占其直接持股比例的52.35%；同时福鼎嘉盈有2990万股处于质押，占其持股的38.81%。我们看到公司股价从2020年7月最高16.14元下跌到2022年4月28日的5.63元，而葛航最低一次减持价格为4月29日的5.46元，显然是为了股价下跌后的平仓需要。因而我们认为本次的协议转让，可以较好地缓解葛航的资金需求，对于维护公司的股权稳定也将发挥积极的作用。随着本次转让的进行，5月16日葛航和福鼎嘉盈的股权再次解除质押，解压以后福鼎嘉盈的股权全部解除了质押，葛航有845万股解除质押，还有48.52%的股份在质押中，后续有望随着资金到位再进一步解除质押。
- 在最近一年内公司已经筹划了2次重要的股权交易事件。第一次是2021年7月19日公告的“卫宁健康向正在筹划由卫宁健康向创业慧康全体股东发行A股股票的方式换股合并创业慧康”事宜（24日公告因“交易双方对核心条款无法达成一致”重组失败），另一次是本次飞利浦的入股。可以看到公司选择进行重组的对象都是行业内的知名公司，选择进行交易背后，本身也是对于双方能力的认可，同时期待未来业务产生更多协同效应。
- 本次飞利浦以12.245亿的价格进行了溢价收购，成为了公司的战略投资者，将致力于增强公司在市场拓展及产品创新能力，提升公司在医疗信息化领域的核心竞争力。公司和飞利浦的合作有望主要围绕两个方面进行：

(1) 飞利浦的产品和技术可以借助公司的实施团队进行推广和本地化落地，更好地满足国内的规范和监管，给客户更多产品选择，也可以促进双方的产品融合；

(2) 飞利浦的资源和渠道可以帮助公司产品在海外进行拓展，发挥出产品在医院、公卫端实现互联互通的优势。

配合本次的协议转让，公司还将与飞利浦就未来合作协议问题进行进一步的确认和签署，更多细节还需要等待协议签署以后进一步确认。

● 从飞利浦在医疗端布局情况来看：

(1) 在飞利浦专长的医学影像设备领域中，全球三大巨头 GE、飞利浦、西门子（“GPS”）在全球的市场份额高达 60%-70%。医学影像设备作为医疗器械行业技术壁垒最高的细分市场，长期以来都呈现出寡头垄断的局面。国内市场中，国产化设备目前主要布局在中低端机型，需求多来自三四线城市，但是 GPS 仍然牢牢把握着一线城市等核心市场的三级医院对高端机型的需求。

(2) 飞利浦在全球有 1500 多家医疗 IT 客户，在海外有较深的产品经验，做过 HIMSS 7 级、6 级业务，在 CDSS、医技系统、接口群等方面具有较为明显的优势。

● 飞利浦收购的背景来看，值得关注的是：

(1) 中国是飞利浦的第二大市场，飞利浦中国创新中心是全球四大创新中心之一。因而飞利浦致力于结合中国临床实际，与本地生态系统紧密合作，为中国专业客户带来丰富的符合中国临床实际的创新解决方案。

(2) 飞利浦业务在逐步瘦身，到 2019 年已经全部剥离掉了起家的照明业务，2020 年开始谋求出售家电业务，全面聚焦医疗保健业务中。与此同时，飞利浦也在不断进行并购与合作，扩大自身在医疗保健业务的生态圈。

(3) 国产替代趋势下，国内厂商逐步崛起，相继上市。面对这样的市场环境，国际巨头也在积极推出更多整体解决方案，提升在医疗科技领域的护城河。飞利浦在加快数字化转型，从一家设备供应商，转型成为一家集硬件、智能系统、软件和服务于一体的解决方案供应商。此外，飞利浦在中国实行本土化战略，通过本土化的研发和生产，丰富在中国市场的“本土化”产品组合。

(4) 早在 2013 年，飞利浦就开始在 AI 领域发展，每年投资 17 亿欧元用于研发，其中 60% 用于软件的开发。目前医疗数据中超过 80% 的数据来自于医学影像，70% 的临床诊断需要依靠医学影像，飞利浦利用在医学影像的传统优势，可以为其医疗信息化解决方案提供坚实的数据基础。中国庞大的人口基数，为医疗 AI 提供了充裕的稀缺的医疗资源为 AI 的应用创造了得天独厚的条件。

(5) 中国医疗 IT 市场本土化程度高，但是中国医疗整体水平较欧美发达经济体差距较大，同时在医疗信息化方面起步较晚。以电子病历为例，2020 年我国医院电子病历平均评级 2.43 级，根据动脉橙的数据我国电子病历 0-2 级对应美国电子病历第 1 阶段，3-4 级对应美国电子病历第 2 阶段，而美国分别在 2011 年、2013 年、2015 年达到 1、2、3 阶段。

- 飞利浦在国内也有两笔投资可以作为本次双方合作的参考，可以看到飞利浦一直在国内寻找本土化的合作，也在合作中进行了较多资源投入与共享。

(1) 2022 年 2 月，赛诺联合医疗宣布获得飞利浦战略投资，投资以后赛诺联合的创始团队仍然占据绝对控股权。赛诺联合产品以国产 PET/CT 分子影像产品为核心，是国内目前唯一具备 PET 设备全核心器件国产化能力的整机厂商，与飞利浦有产品重合。而飞利浦投资赛诺联合，也是其在本土化战略的具体的实践。

(2) 2004 年飞利浦和东软医疗共同出资成立东软飞利浦，飞利浦持股 51%，由合资公司生产的医学影像设备分别以“东软”、“Philips”的品牌通过双方各自渠道进行销售，主要销往中国的西部地区或农村为代表的中低端市场。合资公司的成立为东软在医疗设备领域开拓全球市场提供了优秀产品资源，同时为飞利浦拓展和丰富了临床实用型产品及相关产品线。2013 年，东软医疗收购了飞利浦所持的原东软飞利浦的 25% 的股权，成为合资公司的控股股东，飞利浦还同时出让了合资公司剩余的 26% 股权。交易完成后，合资公司保持正常运营，东软和飞利浦继续保持合作伙伴关系。在知识产权方面，双方通过共有、许可等方式共享合资公司的自有知识产权，飞利浦允许东软医疗和合资公司在原有范围内使用飞利浦背景知识产权。同时飞利浦承诺排他性向合资公司购买双方确认的超声产品，并在交易完成后的 2 年内订购价值不少于 4.05 亿元的 CT 产品。此外，双方将继续相互供应医疗设备部件、提供客户服务与支持，满足各方业务的持续发展。

- 相比于 2020 年平安入股的价格来看，本次飞利浦虽然是溢价收购，但是 7.90 元/股的收购价格对比平安 13.356 元/股（对应当前复权价格 11.43 元/股）的价格来看，性价比非常高。
- 维持对公司“买入”的投资评级。从公司近年的业绩情况和订单情况来看，公司发展持续向好，同时通过本次股权转让和与飞利浦的深入合作，有望在产品端得到进一步的提升，获取到更大的市场份额。预计 22-24 年公司 EPS 分别为 0.33 元、0.46 元、0.63 元，按 5 月 20 日收盘价 7.52 元计算，对应 PE 为 22.98 倍、16.22 倍、11.90 倍。

**风险提示：与飞利浦的合作进展不及预期；疫情加重影响项目实施；大股东持股比例较低。**

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,633	1,899	2,340	3,053	3,847
增长比率 (%)	10.3	16.3	23.2	30.5	26.0

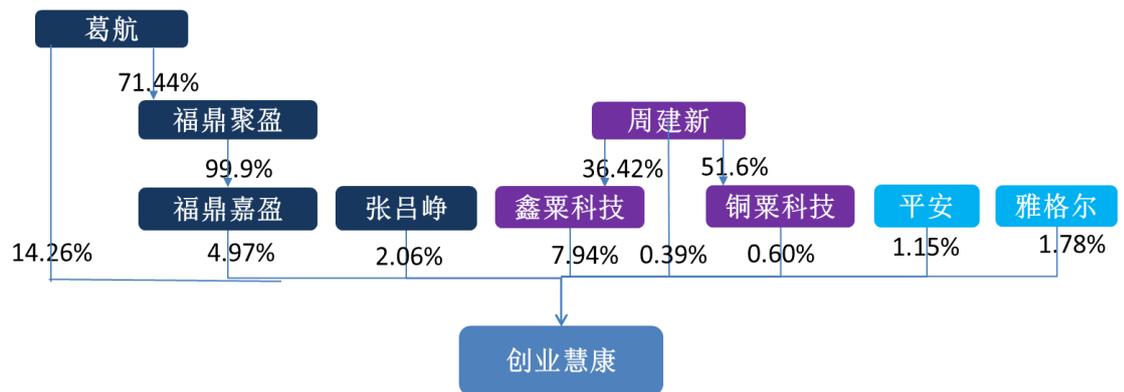
---

净利润(百万元)	332	413	507	719	979
增长率 (%)	5.8	24.3	22.8	41.7	36.3
每股收益(元)	0.21	0.27	0.33	0.46	0.63
市盈率(倍)	35.1	28.2	23.0	16.2	11.9

---

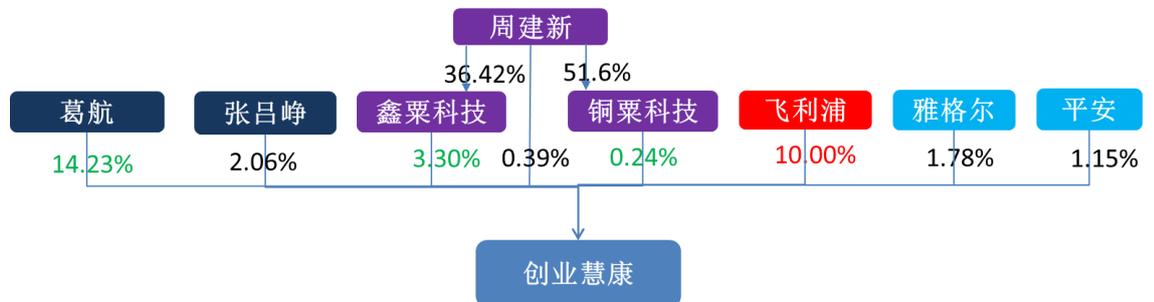
资料来源: Wind, 中原证券

图 1: 本次股权转让前公司股权状况



资料来源: 公司公告, 中原证券

图 2: 本次股权转让后公司股权状况



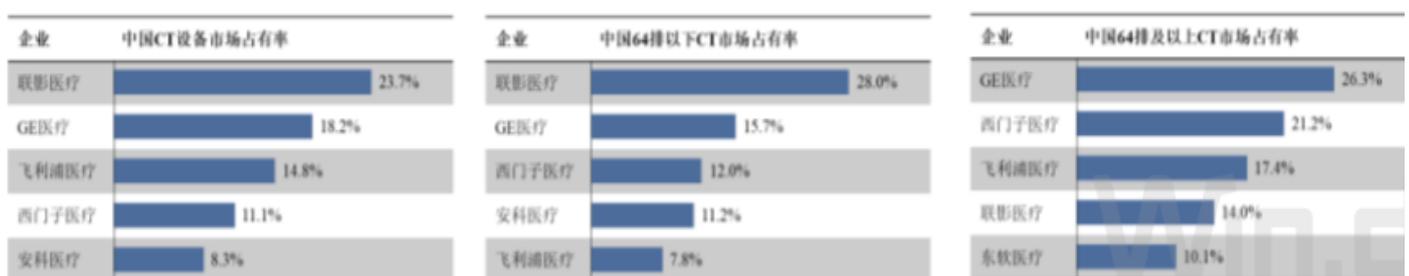
资料来源: 公司公告, 中原证券

表 1: 葛航及福鼎嘉盈的减持情况

股东名称	变动时间	减持方式	减持均价	减持股数 (万股)	比例
葛航	2021.12.23	大宗交易	8.75	2925.94	1.888%
	2021.12.24	大宗交易	8.65	162.68	0.105%
	2022.4.29	大宗交易	5.46	920	0.5936%
	2022.5.12	协议转让	7.90	46.49	0.0300%
福鼎嘉盈	2022.5.12	协议转让	7.90	7704.88	4.9716%
总计				11760	7.59%

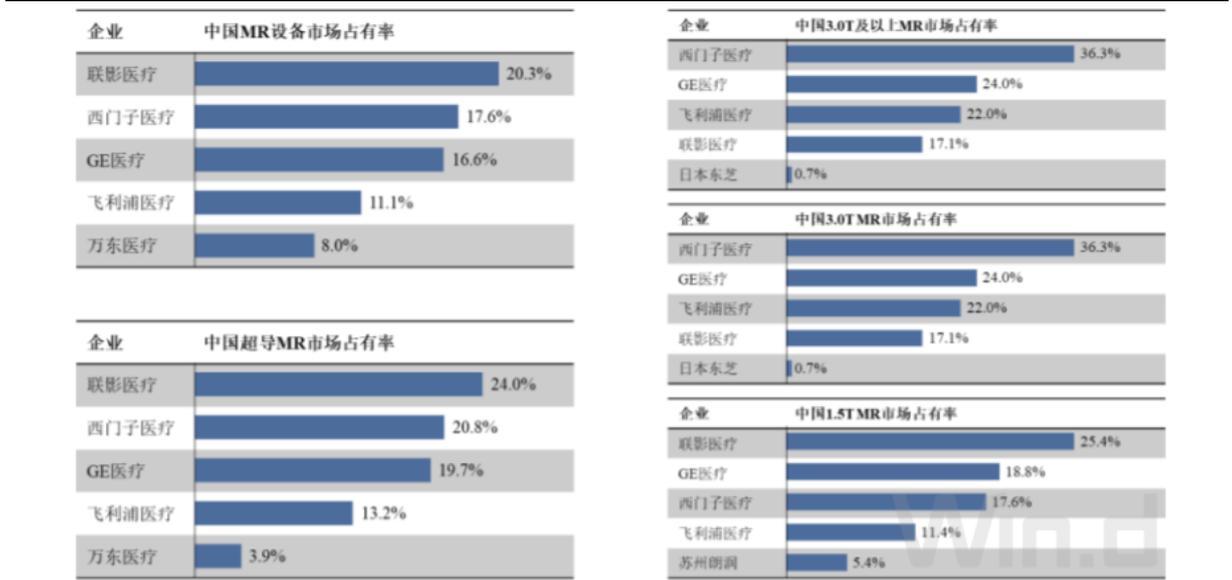
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 3: 中国 CT 设备市场竞争格局, 2020 (按销量)



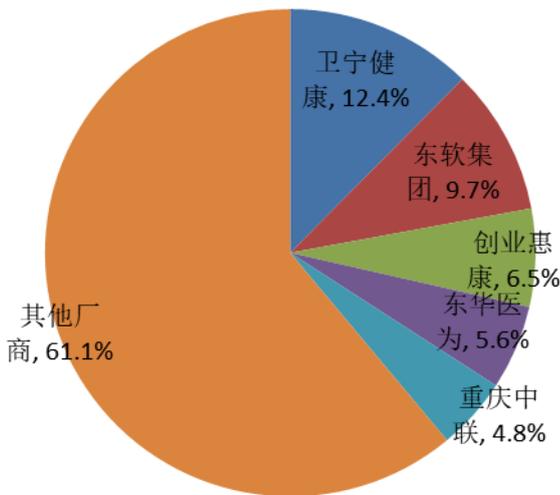
资料来源: 联影医疗招股说明书, 灼识咨询, 中原证券

图 4: 中国 MR 设备市场竞争格局, 2020 (按销量)



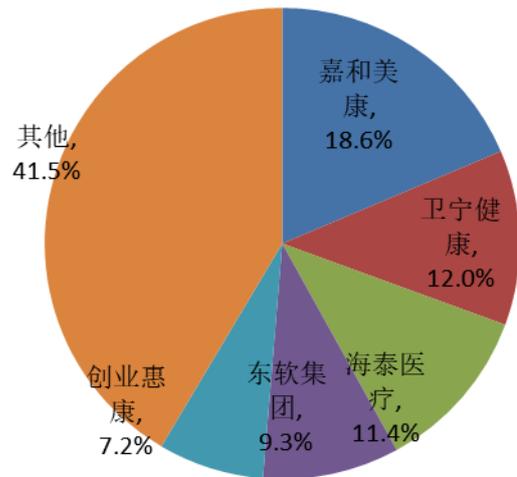
资料来源: 联影医疗招股说明书, 灼识咨询, 中原证券

图 5: 2020 年中国医院核心管理系统厂商份额



资料来源: IDC, 中原证券

图 6: 2020 年中国电子病历系统厂商份额



资料来源: IDC, 中原证券

表 2: 中美电子病历水平对比

中国评级	关注点	对应美国电子病历阶段	对应美国电子病历阶段目标
0-2 级	数据采集功能	阶段 1	数据采集与共享
3-4 级	数据内部共享	阶段 2	提升临床过程
5-7 级	智能决策支持和区域共享	阶段 3	改进医疗结果

资料来源: 动脉橙, 中原证券

## 财务报表预测和估值数据汇总

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	3117	3336	4031	4746	5895
现金	1584	1619	1964	1963	2640
应收票据及应收账款	846	1251	1332	2039	2209
其他应收款	49	59	74	99	119
预付账款	41	23	56	47	83
存货	326	241	460	454	701
其他流动资产	271	144	144	144	144
<b>非流动资产</b>	2132	2273	2418	2625	2826
长期投资	195	241	291	341	392
固定资产	289	268	331	451	568
无形资产	289	388	421	456	494
其他非流动资产	1359	1377	1375	1376	1373
<b>资产总计</b>	5249	5610	6448	7371	8721
<b>流动负债</b>	1068	1001	1324	1569	1971
短期借款	163	0	0	0	0
应付票据及应付账款	360	525	570	859	946
其他流动负债	546	476	754	710	1025
<b>非流动负债</b>	4	9	9	9	9
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4	9	9	9	9
<b>负债合计</b>	1072	1010	1334	1578	1980
少数股东权益	37	37	46	54	64
股本	1193	1550	1550	1550	1550
资本公积	1874	1525	1525	1525	1525
留存收益	1145	1522	1995	2668	3593
归属母公司股东权益	4140	4562	5069	5739	6677
<b>负债和股东权益</b>	5249	5610	6448	7371	8721

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	271	176	515	279	951
净利润	336	414	515	727	990
折旧摊销	59	71	68	85	104
财务费用	-3	-20	-17	-18	-21
投资损失	-12	-31	-33	-42	-52
营运资金变动	-199	-384	-19	-473	-70
其他经营现金流	89	125	-0	-0	-0
<b>投资活动现金流</b>	-412	34	-179	-250	-254
资本支出	205	191	94	157	151
长期投资	-44	6	-50	-51	-51
其他投资现金流	-251	230	-136	-144	-154
<b>筹资活动现金流</b>	1188	-176	10	-30	-20
短期借款	-40	-163	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	453	357	0	0	0
资本公积增加	884	-349	0	0	0
其他筹资现金流	-108	-21	10	-30	-20
<b>现金净增加额</b>	1048	34	345	-1	677

资料来源: Wind, 中原证券

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	1633	1899	2340	3053	3847
营业成本	728	869	1076	1404	1773
营业税金及附加	16	19	24	31	39
营业费用	164	153	181	217	256
管理费用	175	187	216	241	270
研发费用	177	210	248	318	375
财务费用	-3	-20	-17	-18	-21
资产减值损失	-4	-21	-26	-34	-42
其他收益	44	38	46	60	76
公允价值变动收益	1	-0	0	0	0
投资净收益	12	31	33	42	52
资产处置收益	0	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	378	452	574	809	1098
营业外收入	0	0	1	0	0
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	377	452	574	808	1097
所得税	40	38	58	81	108
<b>净利润</b>	336	414	515	727	990
少数股东损益	4	1	8	8	10
<b>归属母公司净利润</b>	332	413	507	719	979
<b>EBITDA</b>	433	503	625	875	1180
<b>EPS (元)</b>	0.21	0.27	0.33	0.46	0.63

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	10.3	16.3	23.2	30.5	26.0
营业利润 (%)	5.9	19.8	26.9	40.9	35.8
归属母公司净利润 (%)	5.8	24.3	22.8	41.7	36.3
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	55.4	54.2	54.0	54.0	53.9
净利率 (%)	20.4	21.8	21.7	23.5	25.5
ROE (%)	8.1	9.0	10.1	12.5	14.7
ROIC	7.7	8.6	9.8	12.4	14.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	20.4	18.0	20.7	21.4	22.7
净负债比率 (%)	-33.9	-34.9	-38.2	-33.7	-39.0
流动比率	2.9	3.3	3.0	3.0	3.0
速动比率	2.5	2.9	2.5	2.6	2.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8
应付账款周转率	2.3	2.0	2.0	2.0	2.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.21	0.27	0.33	0.46	0.63
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.19	0.10	0.33	0.18	0.61
每股净资产 (最新摊薄)	2.67	2.94	3.27	3.70	4.31
<b>估值比率</b>					
P/E	35.07	28.22	22.98	16.22	11.90
P/B	2.82	2.55	2.30	2.03	1.75
EV/EBITDA	23.30	20.07	15.59	11.15	7.70

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。